

睿見教育(6068 HK)

深耕 K12，地域龍頭積極擁抱變化

華南地區最大的高端民辦 K12 教育機構。經過近 14 年發展，公司以廣東為大本營，迅速輻射至遼寧、山東等地區，在 4 個城市經營 6 所寄宿式學校，截至 2016 年 9 月，共有 31,788 名學生。根據 Frost & Sullivan 報告，公司以 2.8% 的市場份額成為華南地區最大的高端民辦 K12 教育機構（以 2015/2016 學年學生人數計）。

行業春風：“三高”構築壁壘、穿越周期。1）高需求：二胎政策、新興中產階級的崛起將帶動民辦基礎教育的增長，預計未來年複合增長率達 12.1%，而華南地區是民辦中小學教育高度發達並廣受認可的區域（華南地區以 14% 的 GDP 佔比貢獻全國 18% 的基礎民辦教育收入）；2）高分散：華南前五大高端民辦中小學運營商於 2015/2016 學年的總招生人數僅佔 9.1% 的市場份額，在高度分散的競爭格局中公司龍頭優勢凸顯，可擴張空間巨大；3）高壁壘：民辦學校的設立需要一系列監管批准、品牌建立、資本要求、土地批准等要求和程序，潛在進入者機會匱乏。鑒於學費收入於學期前預付，收入增長可預見性強，且周期性較弱。

優質教育：優異成績反哺良好聲譽，個性化選課驅動全面發展。公司連續 3 個學年約 95% 的高中畢業生進入中國本科院校（相對於 2016 年廣東省為 40%），2015/2016 學年一本錄取率達 23.2%（相對於 2016 年廣東省為 11%）；2016 年高考東莞光明中學（公司旗下學校之一）10 人進入清北，高於東莞市任何一家公辦高中；國際部學子亦取得耶魯、LSE 等名校取錄。此外，高素質專業教師、個性化選修課程及先進生活設備保證學生全面發展，使得學生流失率低於 1%。

高商業能見度：可期的定價優化幅度+學校“2+2+2”網絡的擴張。公司 70% 收入來自於學費收入，鑒於公司清晰穩健的擴張模式：1）兩年一提的學費（5%-10% 提升幅度）；2）學校利用率提升空間待釋放：考慮現有在建學校建築及未來新開學校的最大容量，目前學校利用率為 46.3%；3）新建學校：公司 2017 年將有 3 所新學校開始投入運營，最大招生容量高達 19,880，未來預計每年至少新建 2 所學校。在“口碑效應+穩健擴張”的正向循環下，我們預計未來三年學生人數來年複合增長率達 22%；受益於學費提價及上市開支等費用的減少，FY17 收入將明顯增長，盈利能力顯著增強，預計 FY17 淨利率提升至 29%。

首次覆蓋，「買入」評級。基於公司“質”與“量”的齊頭並進、以及 1 月初《民辦學校分類登記細則》及《意見》出臺後《民促法》政策風險的明朗化，我們認為公司作為教育行業稀缺標的，估值有待重塑。預計公司 FY17/18/19 收入年複合增長率為 24%，FY18 調整後淨利潤達 2.7 億元。根據 DCF 估值法，給予目標價 2.56 港元，相當於 FY18 17.4x PE，遠低於同業平均值，首次評級「買入」。

財務資料

（截至 8 月 31 日）	FY15A	FY16A	FY17E	FY18E	FY19E
營業額（百萬元人民幣）	568.7	700.7	877.3	1,011.2	1,238.7
調整後淨利潤（百萬元人民幣）	182.3	154.4	250.2	266.3	327.7
調整後 EPS（元人民幣）	-	-	0.12	0.13	0.16
EPS 變動 (%)	-	-	-	6.4	23.0
市盈率 (x)	-	-	13.7	12.9	10.5
市帳率 (x)	-	-	1.9	1.8	1.6
股息率 (%)	-	-	1.9	2.0	2.5
權益收益率 (%)	27.0	18.6	14.1	13.6	15.0
淨財務杠杆率 (%)	187.1	60.7	淨現金	淨現金	淨現金

來源：公司及招銀國際研究

買入(首次覆蓋)

目標價	HK\$2.56
潛在升幅	+30.6%
當前股價	HK\$1.96

黃群

(852) 3761 0889

sophiehuang@cmbi.com.hk

教育行業

市值(百萬港元)	3,993
1 月平均流通量 (百萬港元)	8.0
5 周內股價高/低 (港元)	2.12/1.61
總股本 (百萬)	2037.2

資料來源：彭博

股東結構

劉學斌	45.7%
李素文	28.0%

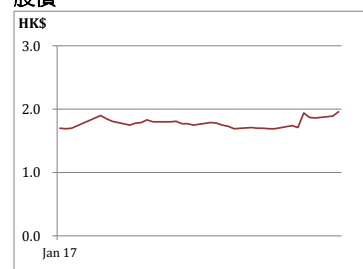
資料來源：彭博

股價表現

	絕對回報	相對回報
1-月	5.0%	3.9%
3-月	-	-
6-月	-	-

資料來源：彭博

股價



資料來源：彭博

審計師：德勤

公司網站：

www.wisdomeeducationintl.com

公司分析：地域龍頭，深耕 K12

地域龍頭，深耕 K12。公司於 2003 年創辦第一所學校東莞市光明中學，隨後以廣東為大本營，迅速輻射至遼寧、山東等地區，在東莞、惠州、盤錦、濰坊 4 個城市經營 6 所高端民辦學校，專注於國內 K12 優質中小學課程體系（包括小學、初中、高中），並於兩所學校設置國際部。截至 2016 年 9 月，共有 31,788 名學生。根據 Frost & Sullivan 報告，公司以 2.8% 的市場份額成為華南地區最大的高端民辦 K12 教育機構（以 2015/2016 年在校學生人數計）。

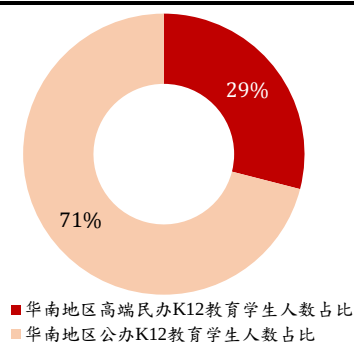
圖 1: 學校概覽



資料來源：公司，招銀國際研究

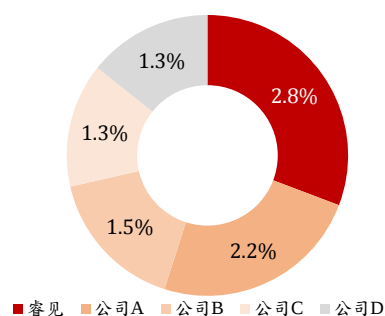
備注：以上所有學生及教師人數均為於 2016 年 9 月 1 日的在校人數

圖 2: 華南地區高端民辦 K12 學生人數佔比



資料來源：Frost & Sullivan

圖 3: 華南地區 TOP5 高端民辦中小學運營商市場份額



資料來源：Frost & Sullivan，以 2015/2016 年招生人數計

圖 4: 2016/2017 學年旗下學校學費及住宿費定價（千元人民幣）

學校	成立年份	小學	初中	高中
1 東莞市光明中學	2003	--	23.6 - 27.6	25.6 - 38.6
2 東莞市光明小學	2004	18.2 - 24.4	--	--
3 東莞市光正實驗學校	2013	16.6 - 21.2	19.8 - 23.0	22.8 - 33.8
4 惠州光正實驗學校	2014	18.2 - 20.8	18.0 - 20.6	23.0 - 25.6
5 盤錦光正實驗學校	2014	13.0 - 14.2	18	--
6 濰坊光正實驗學校	2016	11	13	--
2015 年廣東省民辦學校人均學年學雜費		2.5	3.2	8.3
2015 年廣東省高端民辦學校人均學年學雜費標準		7.7	9.3	9.0

資料來源：公司，Frost & Sullivan

備注：學費下限為正常學雜費，上限為特殊需求學生所付學費（如插班生）

優質教育：優異成績反哺良好聲譽，個性化選課驅動全面發展。公司連續 3 個學年約 95% 的高中畢業生進入中國本科院校（相較於 2016 年廣東省 40%），2015/2016 學年一本錄取率達 23.2%（相較於 2016 年廣東省 11%）；2016 年高考東莞光明中學（公司旗下學校之一）10 人進入清北，高於東莞市任何一家公辦高中；國際部學子亦取得耶魯、LSE 等名校取錄。此外，高素質專業教師、個性化選修課程及先進生活設備保證學生全面發展，使得學生流失率低於 1%。

圖 5:全面優質的素質教育



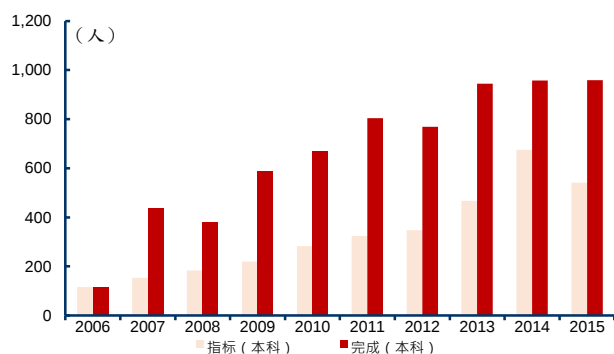
資料來源：公司

圖 6:公司榮獲各類獎項榮譽



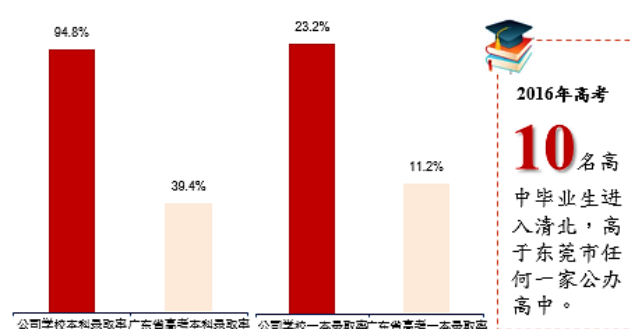
資料來源：公司，招銀國際研究

圖 7: 高考本科上線指標人數及達標情況



資料來源：公司，招銀國際研究

圖 8:公司高考本科及一本錄取率



資料來源：公司（連續3年數據），廣東省考試院（2016年高考數據）

圖 9: 華南地區 TOP18 中學 (按 2016 年考入清北人數計)

地区	排名	学校	考入人数
华南	1	华南师范大学附属中学	34
	2	柳州铁路第一中学	24
	3	广东省中山纪念中学	24
	4	东莞市东华高级中学	22
	5	深圳中学	21
	6	汕头市潮阳实验中学	16
	7	广西师范大学附属外国语学校	16
	8	深圳外国语学校	15
	9	广西南宁二中	15
	10	广东省执信中学	14
	11	柳州高级中学	14
	12	广东省珠海一中	12
	13	广西南宁三中	12
	14	东莞市光明中学	10
	15	广西玉林高中	10
	16	佛山市石门中学	7
	17	汕头市金山中学	6
	18	广东省实验中学	5

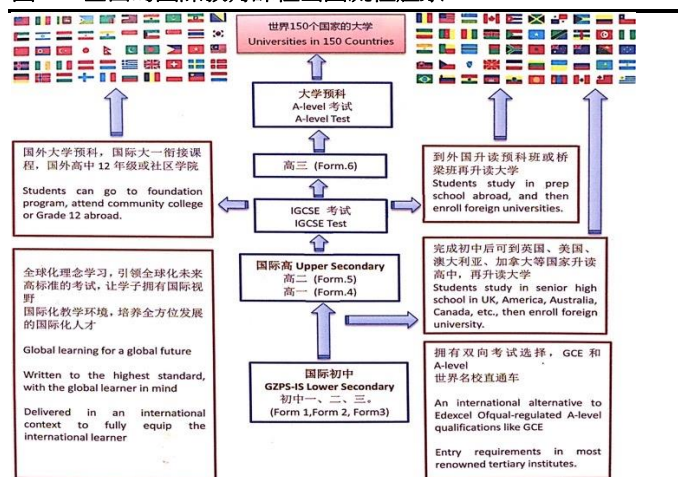
資料來源：各省考試院，新東方在線高考網

圖 10: 國際教育課程：精英式外語環境



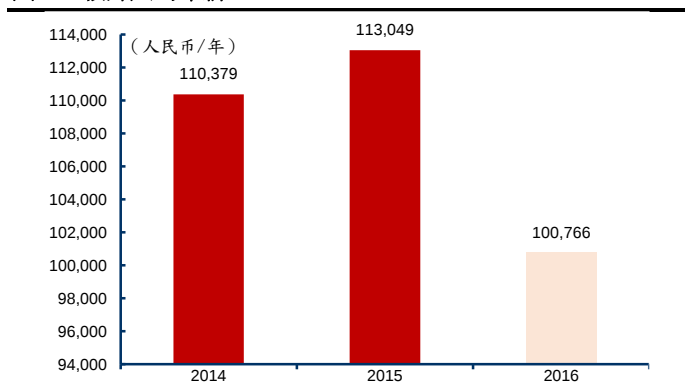
資料來源：公司，招銀國際研究

圖 11: 全面的國際教育課程出國流程體系



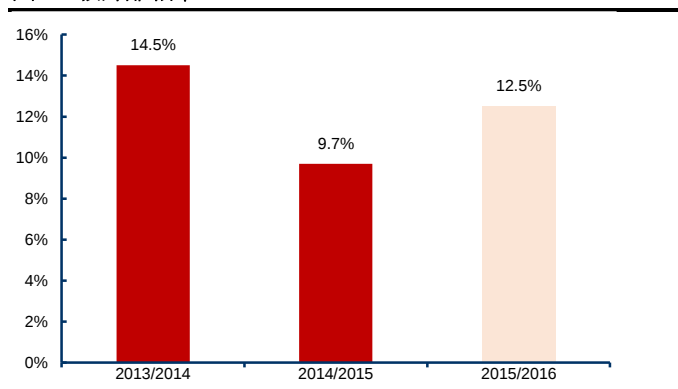
資料來源：公司，招銀國際研究

圖 12: 教師人均年薪



資料來源：公司

圖 13: 教師離職率



資料來源：公司

貫穿“學習+生活”的學生管家。學校實施寄宿式管理，為學生提供優質教育的同時，亦配有個性化選修課程、靈活的課外活動（例如，書法、籃球、合唱等）和先進的教育及生活設備（例如，鋼琴房、創意塑像室、醫務室、洗衣房等），一體化教育服務保證學生的全面發展。其中，東莞市光明中學於 2009 年被指定為清華大學體育特長生培養基地，並於 2011 年被指定為廣東省青少年籃球訓練基地；學生在中國書法、合唱和舞蹈比賽中亦獲得各種國家、省級和市級獎項。

圖 14: “高素質專業教師+個性化選修課程+先進生活設備” 保證學生全面發展

高素質教師團隊
1960名教師*。
1名教師擁有特級教師資格。
97名擁有高級教師資格。
8名教師為省級學科帶頭人。
47名教師為市級學科帶頭人。
截至2016年9月1日，超過79%的中國教師持有本科或更高學位。

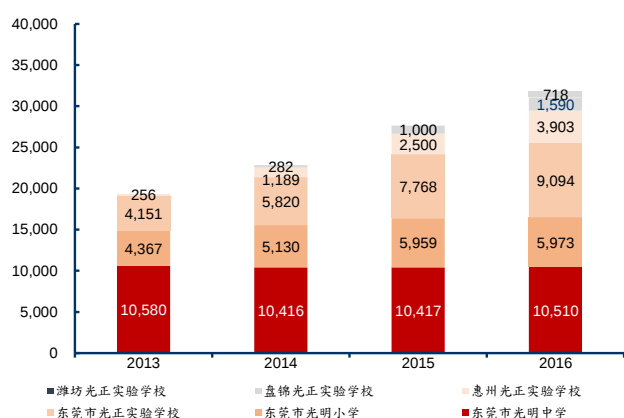
個性化選修課程
根據學生的學習模式和興趣制定個性化的校本課程，包括五大類：
(i) 核心科目的拓展學習；
(ii) 學習習慣和日常生活技能；
(iii) 個人發現及道德品行；
(iv) 音樂、運動及藝術；
(v) 批判性思維及技術創新。

靈活的課外活動
東莞市光明中學於2009年被指定為清華大學體育特長生培養基地，並於2011年被指定為廣東省青少年籃球訓練基地；
2015年9月，東莞市光明中學高中生男子籃球隊，受邀參加於夏威夷檀香山舉办的久負盛名的伊奧拉尼籃球傳統邀請賽；
學生在中國書法、合唱和舞蹈比賽中亦獲得各種國家、省級和市級獎項

先進的教育及生活設施
先進的教育及生活設施包括教室、實驗室、圖書館、行政樓、餐廳、洗衣房
設施包括多媒體教室、體育館、戶外活動場地、體育場（如籃球場、羽毛球場或足球場）、乒乓球中心、藝術室以方便學生開展多種校內課外活動；
此外，配置多個醫務室、安排上下學接送服務，食堂配置ID卡等。

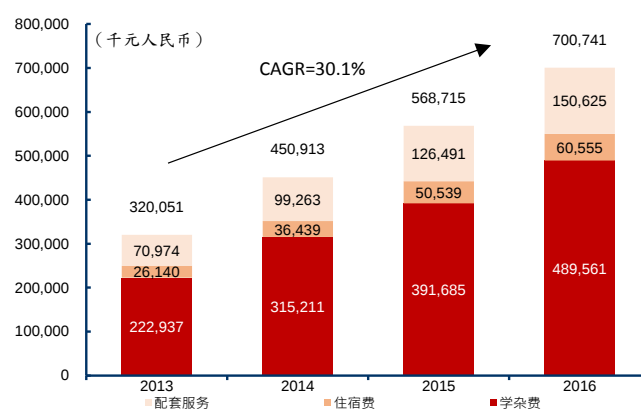
資料來源：公司招股書，公司調研，招銀國際
備註：教師人數截止於2016年9月1日

圖 15: 學生人數細分（按學校分類）



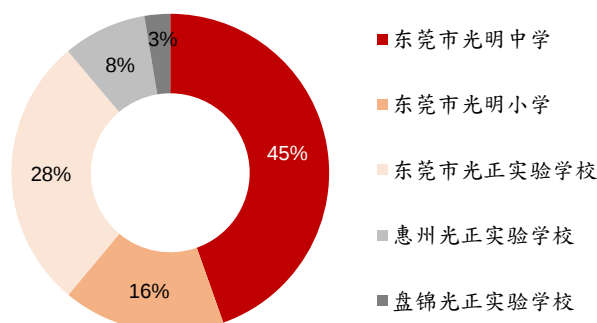
資料來源：公司

圖 16: 收入細分：70%來自於學費收入



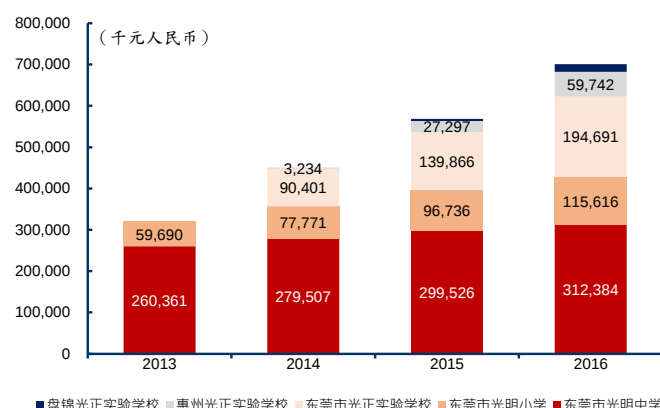
資料來源：公司

圖 17: FY16 各個學校收入貢獻比例



資料來源：公司

圖 18: 收入具體細分（按學校分類）



資料來源：公司

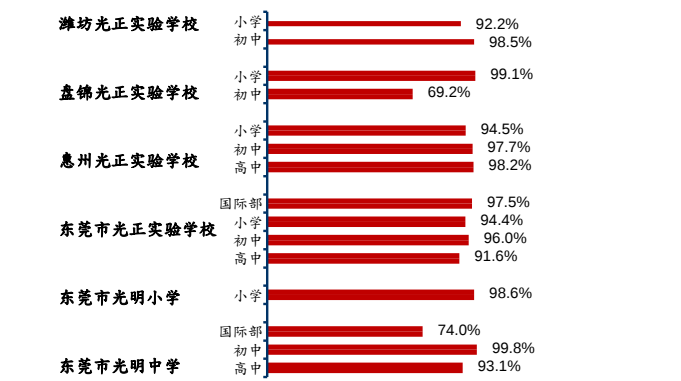
高商業能見度：可期的定價優化幅度+學校“2+2+2”網絡的擴張。公司 70%收入來自於學費收入，鑒於公司清晰穩健的擴張模式：1）兩年一提的學費（5%-10%提升幅度）；2）學校利用率提升空間待釋放：考慮現有在建學校建築及未來新開學校的最大容量，目前學校利用率為 46.3%；3）新建學校：公司 2017 年將有 3 所新學校開始投入運營，最大招生容量高達 19,880，未來預計每年至少新建 2 所學校。在“口碑效應+穩健擴張”的正向循環下，我們預計未來三年學生人數來年複合增長率達 22%；受益於學費提價及上市開支等費用的減少，FY17 收入將明顯增長，盈利能力顯著增強，預計 FY17 淨利率提升至 29%。

圖 19: 可期的定價優化策略-2 年一提（5%-10%）

每學年學雜費（人民幣）		2013/14	2014/15	2015/16	2016/17
东莞市光明中学					
	高中	18,700-21,200	18,700-21,200	23,000-25,200	↑ 25,600-38,600
	初中	17,100-19,800	21,000-23,200	21,000-2,3200	↑ 23,600-27,600
	国际部	92,600	92,600	92,600	92,600
东莞市光明小学					
	小学	14,200-18,600	15,040-21,000	15,040-21,000	↑ 18,180-24,400
东莞市光正实验学校					
	高中	20,000	20,400-22,400	20,400-22,400	↑ 22,800-33,800
	初中	18,000	18,000-19,400	18,000-19,400	↑ 19,800-23,000
	小学	16,000	16,400-18,000	16,400-18,000	↑ 16,600-21,200
	国际部	36,200-52,000	50,600-88,600	50,600-88,600	50,600-88,600
惠州光正实验学校					
	高中	-	23,000	23,000	↑ 23,000-25,600
	初中	18,000	18,000	18,000	↑ 18,000-20,600
	小学	18,200	18,200	18,200	↑ 18,200-20,800
盘锦光正实验学校					
	初中	-	18,000	18,000	18,000
	小学	-	13,000-14,200	13,000-14,200	13,000-14,200
潍坊光正实验学校					
	初中	-	-	-	13,000
	小学	-	-	-	11,000

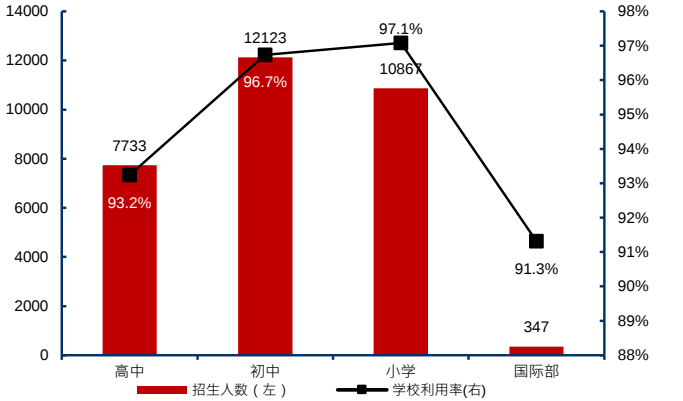
資料來源：公司

圖 20: FY16 學校利用率細分



資料來源：公司

圖 21: FY16 學校利用率細分（小初高）



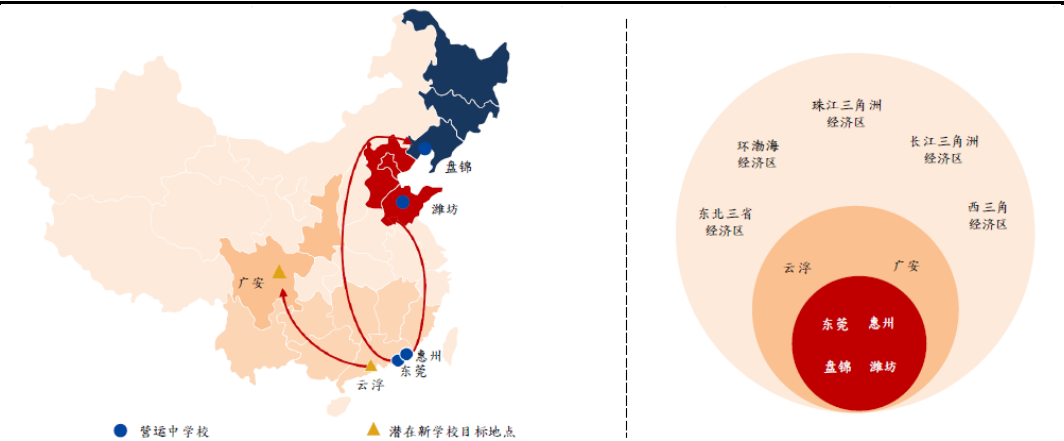
資料來源：公司

圖 22: 考慮現有在建學校建築及未來新開學校的最大容量，目前學校利用率僅為 46.3%

	預期最大學生容量	最大學生容量 (截至 2016 年 9 月 1 日)	招生人數 (截至 2016 年 9 月 1 日)	學校利用率 (考慮預期最大學生容量)	學校利用率 (截至 2016 年 9 月 1 日)
東莞市光明中學	10,744	10,744	10,510	97.8%	97.8%
東莞市光明小學	6,060	6,060	5,973	98.6%	98.6%
東莞市光正實驗學校	15,226	9,706	9,094	59.7%	93.7%
惠州光正實驗學校	9,464	4,024	3,903	41.2%	97.0%
盤錦光正實驗學校	5,100	1,866	1,590	31.2%	85.2%
濰坊光正實驗學校	7,200	752	718	10.0%	95.5%
廣安光正實驗學校	7,860				
雲浮光正實驗學校	7,000				
合計	68,654	33,152	31,788	46.3%	95.9%

資料來源：公司

圖 23: 學校擴張戰略 - 以廣東省為大本營，輻射至環渤海、西三角等經濟區



資料來源：公司，招銀國際研究

圖 24: 2017 年將有 3 所新學校投入運營

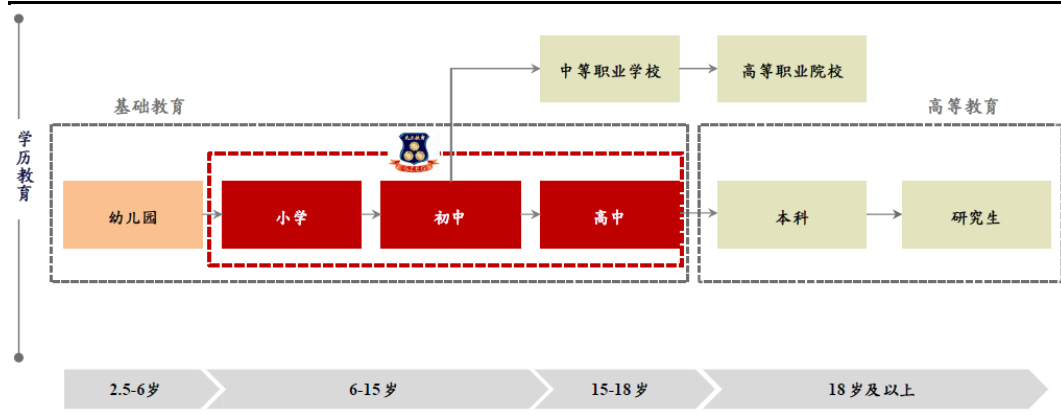
	状态	学校计划运营日期	估计最大招生容量	估计资本开支总额
中国新学校				(千人民币)
广安光正实验学校	2016年5月与当地政府签订合作协议	2017/9/1	9,280	439,800
云浮光正实验学校	2016年7月与当地政府签订合作协议	2017/9/1	10,000	522,000
加拿大新学校				(千加元)
杜威学院(中学)	已提出商业建议	2017/9/1	500-600	2,000

資料來源：公司

行業春風：“三高”構築壁壘、穿越周期

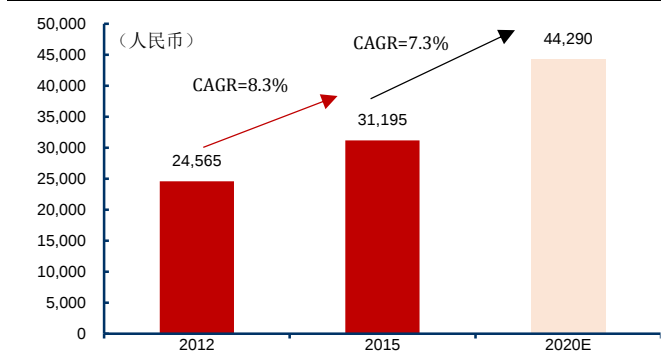
行業春風：“三高”構築壁壘、穿越周期。1) 高需求：二胎政策、新興中產階級的崛起將帶動民辦基礎教育的增長，料未來年複合增長率達 12.1%，而華南地區是民辦中小學教育高度發達並廣受認可的區域（華南地區以 14% 的 GDP 佔比貢獻全國 18% 的基礎民辦教育收入）；2) 高分散：華南前五大高端民辦中小學運營商於 2015/2016 學年的總招生人數僅佔 9.1% 的市場份額，在高度分散的競爭格局中公司龍頭優勢凸顯，可擴張空間巨大；3) 高壁壘：民辦學校的設立需要一系列監管批准、品牌建立、資本要求、土地批准等要求和程序，潛在進入者機會匱乏。鑒於學費收入於學期前預付，收入增長可預見性強，且周期性較弱。

圖 25: 中國教育體系圖示



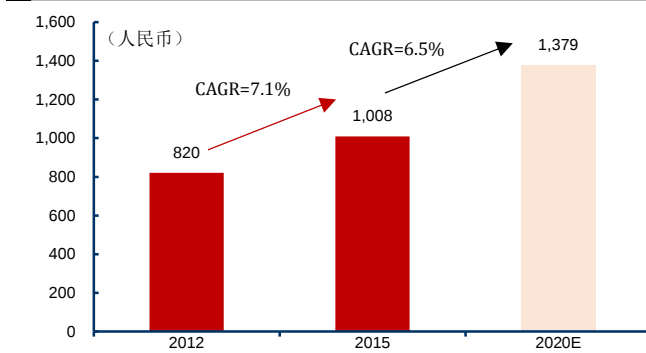
資料來源：Frost & Sullivan

圖 26: 中國城鎮居民人均年度可支配收入



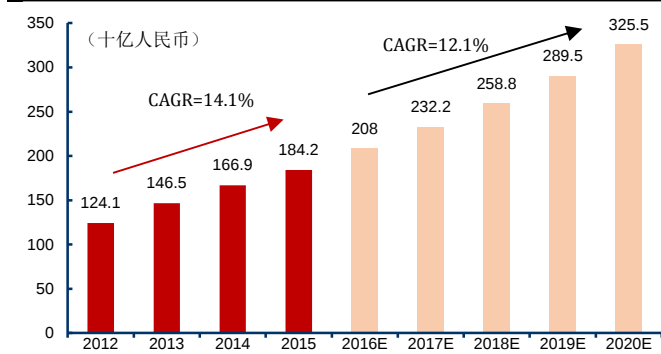
資料來源：Frost & Sullivan

圖 27: 中國城鎮居民人均年度教育開支



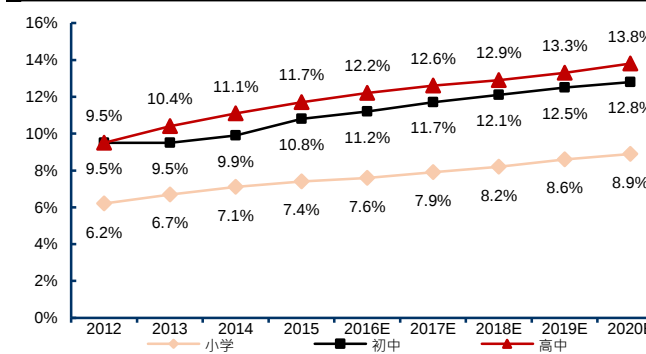
資料來源：Frost & Sullivan

圖 28: 中國民辦基礎教育總收入



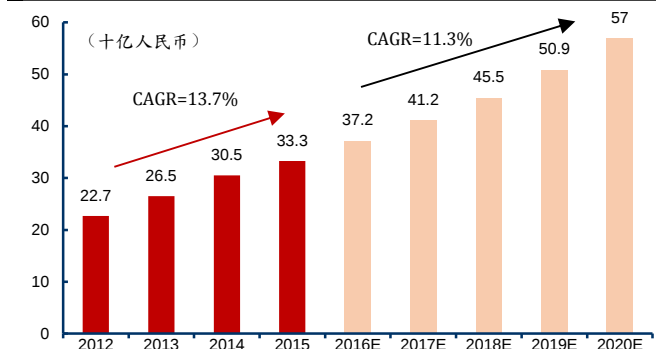
資料來源：Frost & Sullivan

圖 29: 按學生人數計算中小學教育中民辦學校滲透率



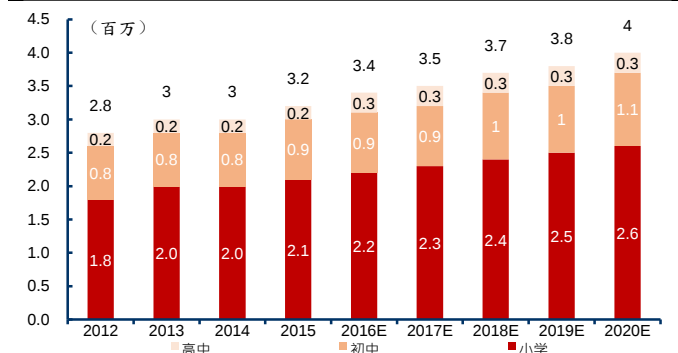
資料來源：Frost & Sullivan

圖 30: 華南地區民辦基礎教育總收入



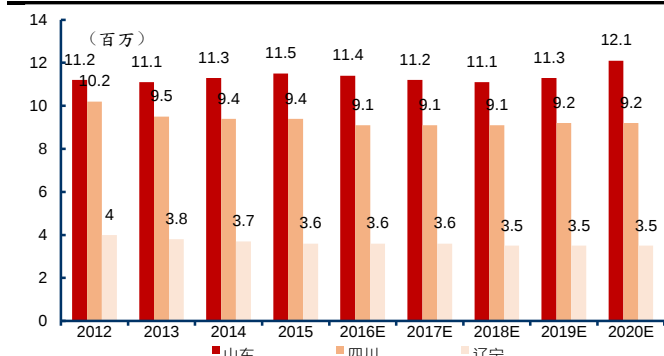
資料來源: Frost & Sullivan

圖 31: 華南地區民辦中小學教育招生總人數



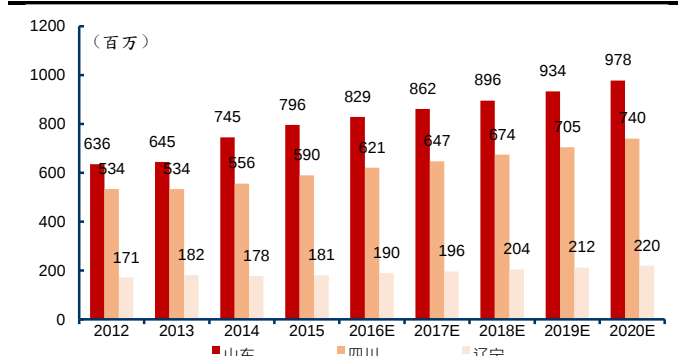
資料來源: Frost & Sullivan

圖 32: 中小學教育機構招生人數 (山東、四川、遼寧省)



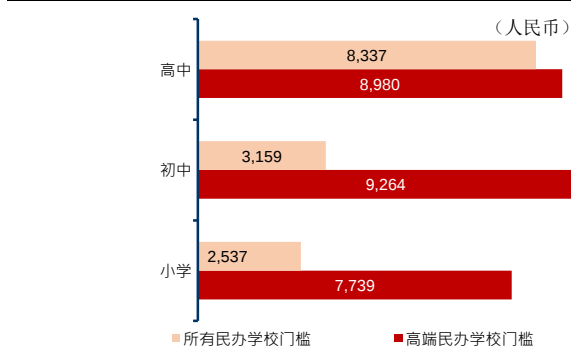
資料來源: Frost & Sullivan

圖 33: 民辦中小學教育機構招生人數 (山東、四川、遼寧省)



資料來源: Frost & Sullivan

圖 34: 高端民辦學校與非高端民辦學校學費差異



資料來源: Frost & Sullivan

圖 35: 中國民辦中小學教育行業的准入門檻

監管批准
➢ 學校運營商需取得一系列批文、牌照和許可證，過程漫長且冗難；在中國設立民辦學校取決於政府部門依法審批：中華人民共和國教育法、民辦教育促進法、民辦教育促進法實施條例。
品牌知名度和生源
➢ 對於民辦學校，品牌知名度至關重要，因為這是家長和學生在選擇學校時考慮的重要因素之一； ➢ 建立品牌知名度和聲譽需要時間和經驗，這使得新進入者很難吸引和招到學生。
資本要求
➢ 在中國設立學校需要： 收購土地使用權及建設校園及學校設施的大量初始資金投入，持續、長期的投資承諾。
可用土地
➢ 中國若干城市及地區可用土地供應緊張及租金成本上升導致可用土地緊張； ➢ 學校運營商於新地點建立新學校需要大量時間和資源。
合資格師資隊伍
➢ 對小班規模的需求及合資格師資隊伍的短缺使得新建學校面臨吸引並留住高素質教師的壓力； ➢ 公立學校及完善的民辦學校對合資格教師通常更具吸引力，令新進入者在發展階段吸引該類教師更困難。

資料來源：公司，Frost & Sullivan

《民促法》下的“轉與機”。2016 年 11 月通過的《民促法》中“不得設立實施義務教育的營利性民辦學校”這一規定，給享受多年政策紅利的民辦教育帶來了盈利不確定性：1）義務教育階段民辦教育的辦學結餘和辦學終止後剩餘財產的分配受到限制；2）登記為“營利性”的民辦學校的扶持政策、土地供給、收費、稅收優惠政策或受負面影響。我們認為，新法的實施或將引導民辦教育行業中 K12 產業鏈轉向以學前和高中為主、小學初中收縮的“啞鈴型”發展。

最新細則釋放積極風向。2017 年 1 月《民辦學校分類登記細則》出臺，隨後國務院印發了《關於鼓勵社會力量興辦教育促進民辦教育健康發展的若干意見》。整體政策風向偏積極，具體而言我們認為有如下影響：

（1）義務教育階段（K9）：明確登記為非營利性，辦學結餘必須全部用於教育事業。但考慮 VIE 架構下辦學結餘仍可通過 VIE 架構向上市公司支付知識產權使用費，故而新法對該模式的合理性及可持續性影響相對輕微。此外，積極影響顯著：政府購買服務以及學生助學貸款和獎助學金方面，國家對於民辦學校（營利+非營利）都給予扶持；學校用水、用電、用熱等方面，民辦學校（營利+非營利）實行與公辦學校同等的價格政策；非營利學校在稅收優惠（免徵非營利性收入的企業所得稅）和用地方面與公辦學校享受同等政策，按照政府劃撥的方式供應土地。而細則出臺前主要關注風險（使用費交易、定價監管收緊）反而在該細則及意見中未細節提及，故而負面影響有限。

（2）高中階段：公司高中階段預計將登記為營利性（營利性民辦學校舉辦者可以取得辦學收益，在工商部門辦理登記並按公司法運營）。根據細則及意見，明確表示：

- **收費層面：**營利性學校可自主定價，實行市場調節價，具體收費標準由民辦學校自主確定。印證了之前預測的“定價更具靈活性”這一利好。
- **土地層面：**營利性學校在用地方面需要按照國家相應的政策供應土地。重點提及：“土地使用權人申請改變全部或者部分土地用途的，政府應當將申請改變用途的土地收回，按時價定價，重新依法供應”，但考慮目前公司旗下的 6 所學校所有土地剩餘土地使用權時間內（35-50 年）都明確登記僅作教育用途，且新開學校在 3 年內僅開設 K9 課程，故而影響不大。

- **稅收層面：**細則中並未提及要加大稅率，但我們預計高中部稅收依舊會有所提升。然而，考慮公司在西藏設置的外商獨資企業在享受 15% 高新技術企業稅率的同時有 40% 的返還，整體稅率預計基本平穩。

此外，從《意見》中，我們看到諸多積極信號，如：各地不得對民辦學校跨區域招生設置障礙、拓寬辦學籌資渠道、加大財政投入力度等。故而我們認為該政策風險對公司運營及內生增長影響有限，且已被市場所消化。

圖 36: 《民促法》下的分類管理

	營利性學校	非營利性學校
申請適用性	所有民辦學校（提供義務教育的學校除外）可選擇成為營利性學校	所有民辦學校可選擇成為非營利性學校
辦學結餘	學校出資人可獲得辦學利潤	學校出資人不可獲得辦學利潤
使用費	根據成本及市場需求而厘定，由學校自行決定	根據成本及市場需求而厘定，并由相關地方政府機關規管
土地供給、稅收優惠和相關扶持政策	根據適用法律享有稅收優惠及土地供應待遇	根據適用法律享有稅收優惠及土地供應待遇（此外，非營利性學校享有與目前可享受企業所得稅豁免的公立學校同等的稅收優惠及土地供應待遇） 較營利性學校享有更多的扶持措施，如政府補貼、基金獎勵及捐資激勵等
清盤	學校出資人可于學校債務獲清算后獲得學校的剩餘資產	學校的剩餘資產須用于其他非營利性學校的運營。在《決定》頒布前成立的學校，在其剩餘資產用于經營其他非營利性學校前，學校出資人可于學校債務獲清算后自學校的剩餘資產中申請補償或獎勵

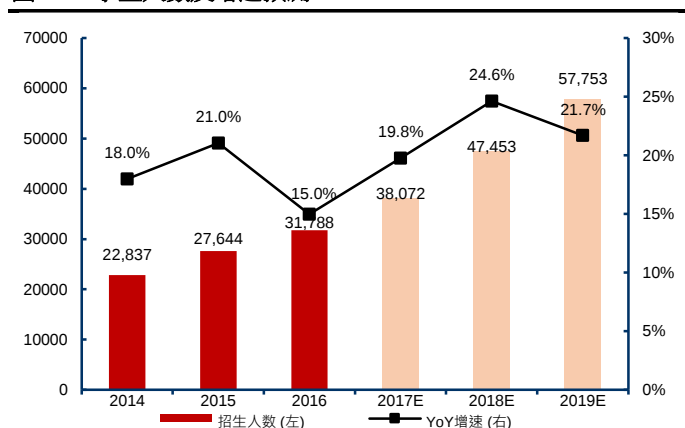
資料來源：公司，Frost & Sullivan

盈利預測

(1) 學生人數加速增長：未來三年學生人數年複合增長率達 22%

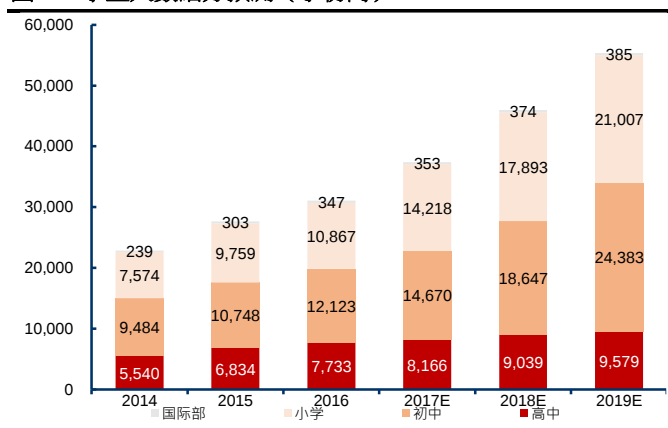
受益於現有學校擴張及新學校網絡的擴張，未來三年學生人數年複合增長率預計為 22%。基於學校網絡的擴張及利用率的提升，並參考各個學校的最大學生容量，我們預測未來三年學生人數年複合增長率達 22%，至 FY19 將有 57,753 名在校學生。其中東莞光明中學及東莞光明小學學生人數基本飽和，東莞光正實驗中學招生人數呈現小幅提升。隨著新教學樓及宿舍樓的運營，惠州市光正實驗中學將有望容納更多學生，預計 FY19 學生人數達 9,405 人，利用率逐漸接近飽和。參考新學校第一年招生人數情況，我們預計 2017 年兩所國內新運營學校將於第一年招收 940 名學生，約 70% 為低年級學生；考慮原有年級的學生基數以及下一年將吸收新一屆學生人數，我們預計新學校開設第二年學生人數有望突破 2000 人，於 2019 年新學校利用率達 70%-80%（基於已建成教學樓及宿舍樓容量）。

圖 37：學生人數及增速預測



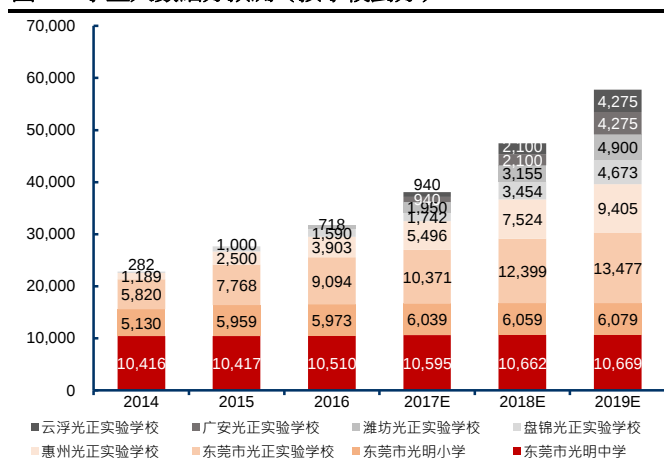
資料來源：公司，招銀國際預測

圖 38：學生人數細分預測（小初高）



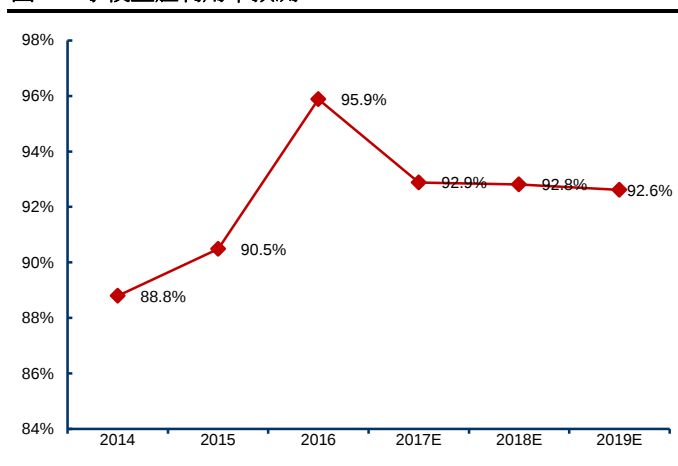
資料來源：公司，招銀國際預測

圖 39：學生人數細分預測（按學校劃分）



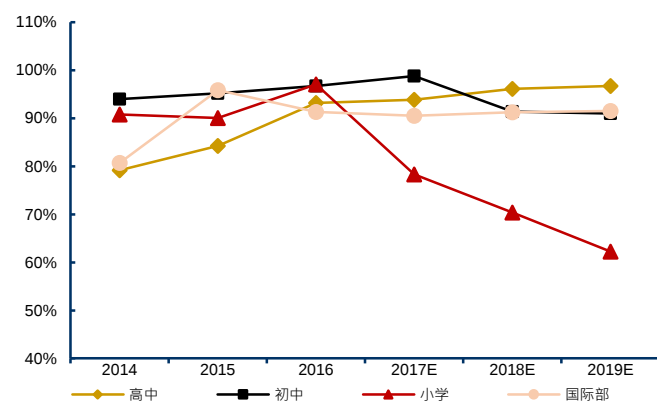
資料來源：公司，招銀國際預測

圖 40：學校整體利用率預測



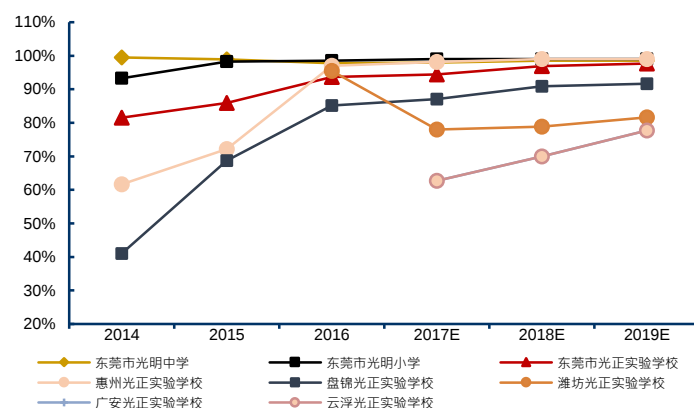
資料來源：公司，招銀國際預測

圖 41: 學校利用率預測 (小初高)



資料來源：公司，招銀國際預測

圖 42: 學校利用率預測 (按學校劃分)

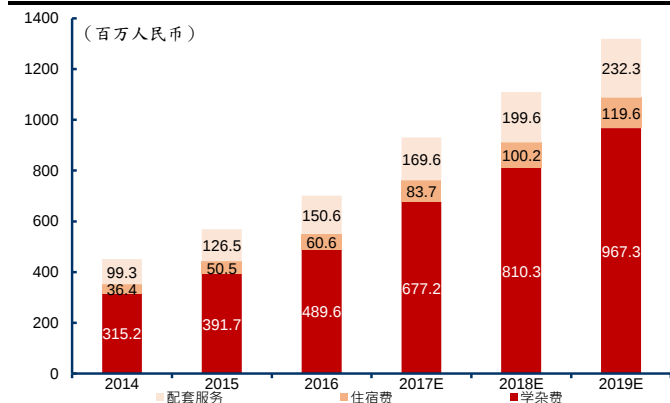


資料來源：公司，招銀國際預測

(2) 收入及盈利預測

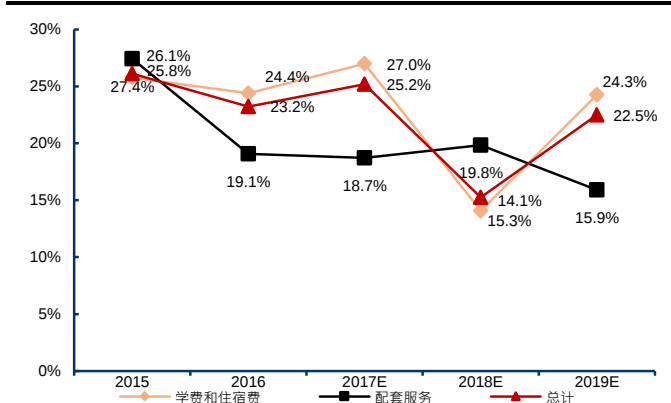
穩健的收入增長及淨利潤提升。基於學費及住宿費每 2 年一提且優化幅度約為 5%，我們預測未來三年收入年複合增長率為 21%。成本層面，員工成本主要為教師薪酬，人均年薪約 11 萬。隨著公司逐漸向山東、四川等地的擴張，考慮盤錦、濰坊等城市的教師薪酬遠低於東莞市薪酬水平，故而人均平均薪酬預計會呈現小幅下滑。反應在盈利層面，預計未來三年淨利率約 27%-28%。其中 FY17 收入和淨利潤預計增長較為明顯，主要受益於：1) 2016/2017 學年（即 FY17）學費 5% 的提升；2) FY17 上市開支、利息支出等費用項將大幅縮減。

圖 43: 收入細分預測



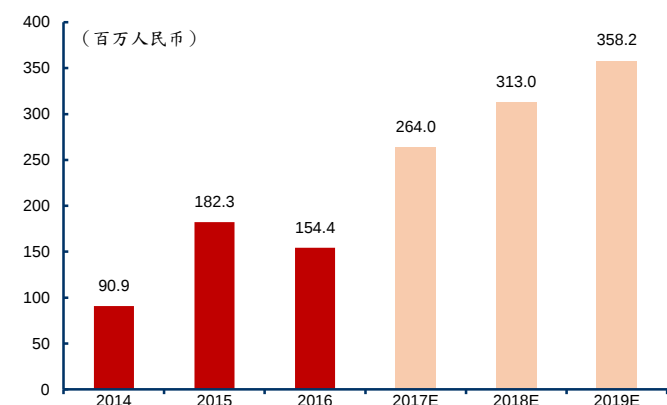
資料來源：公司，招銀國際預測

圖 44: 收入增速預測



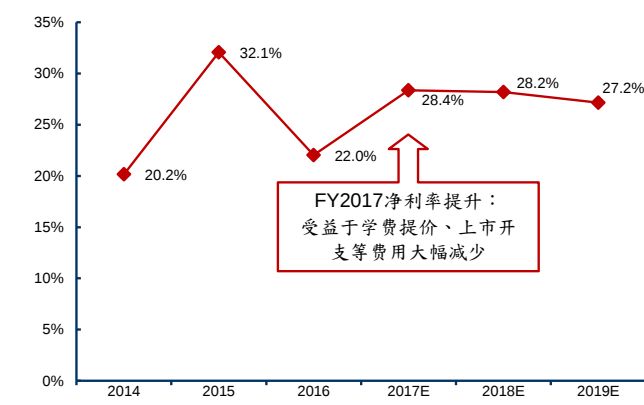
資料來源：公司，招銀國際預測

圖 45: 淨利潤預測: FY16-19E 年複合增長率=28.5%



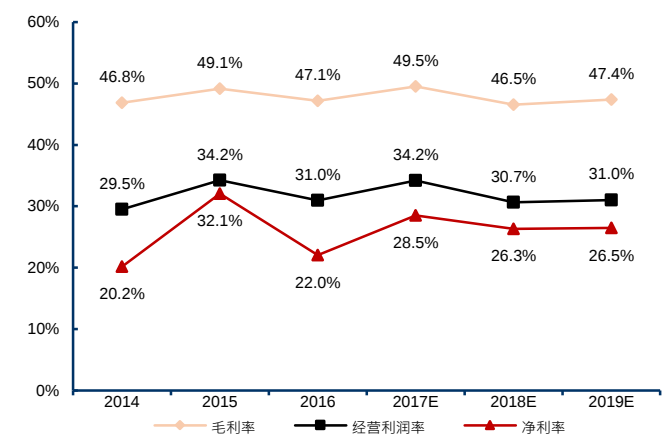
資料來源: 公司, 招銀國際預測

圖 46: 淨利率預測: FY17 預計顯著提升至 28.5%



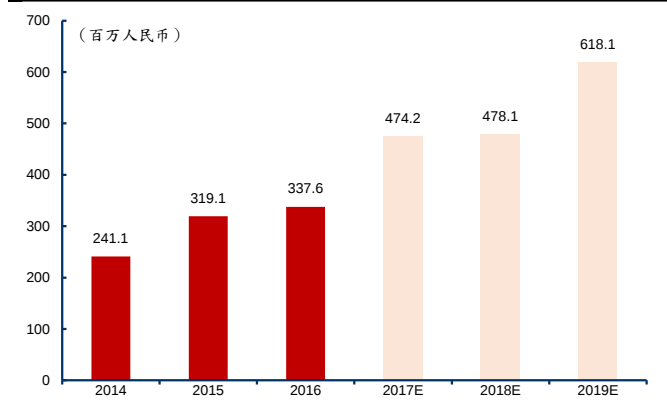
資料來源: 公司, 招銀國際預測

圖 47: 公司經營利潤率及淨利率預測



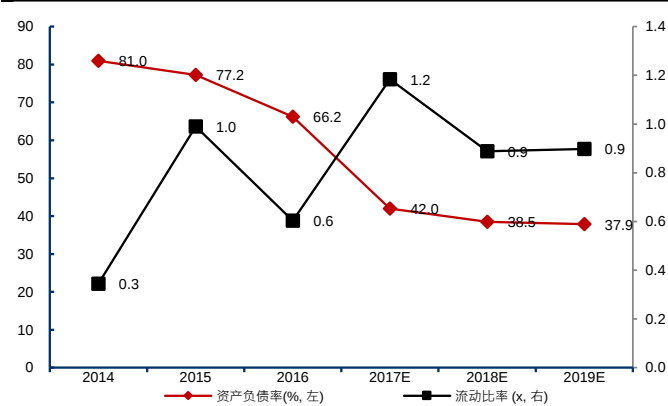
資料來源: 公司, 招銀國際預測

圖 48: 營運現金流預測



資料來源: 公司, 招銀國際預測

圖 49: 償債能力指標預測



資料來源: 公司, 招銀國際預測

利潤表

年结:8月31日 (百万人民币)	FY14A	FY15A	FY16A	FY17E	FY18E	FY19E
收入	451	569	701	877	1,011	1,239
学费	315	392	490	622	709	881
住宿费	36	51	61	77	88	109
配套服务	99	126	151	179	214	248
销售成本	(240)	(289)	(370)	(443)	(541)	(652)
毛利	211	280	330	434	470	587
销售费用	(6)	(8)	(13)	(18)	(25)	(37)
管理费用	(72)	(76)	(94)	(118)	(136)	(166)
其他营运收入(支出)	0	(1)	(6)	1	1	0
经营利润	133	195	217	300	310	384
财务收入	46	118	64	33	19	11
财务费用	(74)	(107)	(70)	(28)	(9)	-
上市费用	-	-	(24)	(4)	-	-
其他收入	7	7	7	8	9	10
税前利润	112	212	195	309	329	405
所得税	(21)	(30)	(40)	(59)	(62)	(77)
非控制股东权益	(0)	(0)	(0)	(0)	(0)	(0)
归属股东净利润	91	182	154	250	266	328

來源: 公司及招銀國際研究部

資產負債表

年结:8月31日 (百万人民币)	FY14A	FY15A	FY16A	FY17E	FY18E	FY19E
非流动资产	2,327	1,433	1,763	2,129	2,471	2,610
物业、厂房及设备	925	1,007	1,344	1,626	1,884	1,978
土地租赁费用	218	213	226	311	395	439
投资物业	18	18	20	20	20	20
关联方应收账款	1,075	99	-	-	-	-
其他	91	96	173	173	173	173
流动资产	359	1,532	695	1,109	871	1,067
现金及现金等价物	13	12	104	509	267	447
应收贸易款项	52	26	30	40	41	58
存货	2	2	5	3	6	5
关连款项	288	1,486	551	551	551	551
其他	5	5	6	6	6	6
流动负债	1,043	1,546	1,153	1,159	1,277	1,482
借债	141	538	142	-	-	-
应付贸易账款	301	229	247	323	373	465
应付税项	39	61	58	58	58	58
关连款项	337	433	340	340	340	340
递延收益	225	285	365	439	506	619
非流动负债	1,133	744	475	309	109	9
长期负债	1,129	738	465	300	100	-
递延税项	5	6	9	9	9	9
少数股东权益	(0)	(0)	-	(0)	(0)	(0)
上市公司股东权益	511	675	831	1,769	1,955	2,185
净资产总值	510	675	831	1,769	1,955	2,185

來源: 公司及招銀國際研究部

現金流量表

年结:8月31日 (百万人民币)	FY14A	FY15A	FY16A	FY17E	FY18E	FY19E
税前利润	112	212	195	309	329	405
折旧和摊销	34	46	53	84	108	111
营运资金变动	67	72	57	82	51	113
其他	28	(11)	33	(1)	(10)	(11)
经营活动所得现金净额	241	319	338	474	478	618
购置固定资产、无形资产及土地	(237)	(194)	(197)	(450)	(450)	(250)
其他	(673)	(115)	448	33	19	11
投资活动所得现金净额	(910)	(309)	251	(418)	(431)	(240)
资本变化	-	-	-	763	-	-
净银行借贷	735	6	(668)	(308)	(200)	(100)
其他	(87)	(17)	171	656	(89)	(98)
融资活动所得现金净额	648	(11)	(497)	349	(289)	(198)
现金增加净额	(21)	(1)	91	405	(242)	180
年初现金及现金等价物	34	13	12	104	509	267
汇兑						
年末现金及现金等价物	13	12	104	509	267	447
资产负债表中的现金	13	12	104	509	267	447

來源: 公司及招銀國際研究部

主要比率

年结:8月31日	FY14A	FY15A	FY16A	FY17E	FY18E	FY19E
销售组合 (%)						
学费	69.9	68.9	69.9	70.9	70.1	71.2
住宿费	8.1	8.9	8.6	8.8	8.7	8.8
配套服务	22.0	22.2	21.5	20.4	21.2	20.1
总额	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
增长 (%)						
收入	40.9	26.1	23.2	25.2	15.3	22.5
毛利	40.8	32.4	18.2	31.5	8.3	24.8
经营利润	29.8	46.4	11.5	38.2	3.4	23.9
净利润	2.1	100.5	(15.3)	62.1	6.4	23.0
盈利能力比率 (%)						
毛利率	46.8	49.1	47.1	49.5	46.5	47.4
税前利率	24.9	37.3	27.8	35.2	32.5	32.7
有效税率	19.0	14.1	20.7	19.0	19.0	19.0
净利润率	20.2	32.1	22.0	28.5	26.3	26.5
资产负债比率						
流动比率 (x)	0.3	1.0	0.6	1.0	0.7	0.7
平均应收账款周转天数	28.6	24.9	14.6	14.6	14.6	14.6
平均应付账款周转天数	365.9	334.5	234.9	234.9	234.9	234.9
平均存货周转天数	2.1	2.3	3.2	3.2	3.2	3.2
净负债/ 总权益比率 (%)	246.3	187.1	60.7	净现金	净现金	净现金
回报率 (%)						
资本回报率	17.8	27.0	18.6	14.1	13.6	15.0
资产回报率	3.4	6.1	6.3	7.7	8.0	8.9
每股数据						
每股盈利 (人民币)	-	-	-	0.123	0.131	0.161
每股股息 (人民币)	-	-	-	0.037	0.039	0.048
每股账面值 (人民币)	-	-	-	0.868	0.960	1.072

來源: 公司及招銀國際研究部

估值預測

(1) DCF 估值

鑒於學校經營能夠產生長期穩健的現金流，故而採用 DCF 模型作為首選估值法。根據 1.95% 的無風險利率、13.40% 的風險溢價以及結合港股行業平均 Beta 1.02，推算出 WACC 為 10.4%。基於 10.4% 的 WACC 及 1% 的長期增長率假設，求得公司 DCF 估值結果為 2.56 港元，相當於公司 FY18 調整後每股盈利的 17.4 倍，首次評級買入。

圖 50：DCF 估值測算及敏感度分析

年結:8月31日	FY2017E	FY2018E	FY2019E	FY2020E	FY2021E	FY2022E	FY2023E	FY2024E	FY2025E	FY2026E
百萬人民幣	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
經營現金流	474	478	618							
資本開支	(450)	(450)	(250)							
自由現金流量	24	28	368	423	466	489	513	539	566	577
FCF增長率	-82%	16%	1211%	15%	10%	5%	5%	5%	5%	2%
折合至2015年初的現金流量	22	23	274	285	285	271	258	245	233	2,544
永續期折現值										6,235
WACC	10.4%									
長期增長率	1.0%									
債券價值	0									
現金流折現	4,440									
加：淨現金	209									
減：少數股東權益	0.01									
股本價值（百萬人民幣）	4,648.5									
股本價值（百萬港元）	5,218.4									
股本數量（預期）	2037.2									
DCF法之每股價值（港元）	2.56									

		WACC				
長期 增長率	~	9.0%	9.5%	10.4%	10.5%	11.0%
	0.4%	2.94	2.75	2.48	2.43	2.30
	0.6%	2.98	2.79	2.50	2.46	2.32
	0.8%	3.02	2.82	2.53	2.49	2.34
	1.0%	3.07	2.86	2.56	2.52	2.37
	1.5%	3.19	2.96	2.64	2.59	2.43
	2.0%	3.33	3.08	2.73	2.68	2.51
	2.5%	3.49	3.22	2.83	2.77	2.59

資料來源：公司，招銀國際預測

(2) 同業可比分析

考慮上市公司在經歷市場檢驗後估值相對客觀，採用可比公司估值法作為公司估值對比分析。我們選用教育領域中 2 家港股教育標的、9 家美股標的及 1 家新加坡教育公司，得出行業平均 FY18 PE 為 23.5，遠高於公司 FY18 17.4x PE。此外，考慮公司所屬細分領域為 K12 板塊，而有關 K12 教育公司 PE 明顯高於其他在職培訓類、大學教育類公司，我們認為公司潛在增長空間可期。

圖 51：同業可比分析

公司名称	股票代码	市值		货币	股价	会计年度	净利润(百万美元)				PE		
							FY0	FY1	FY2	ROE(%)	FY0	FY1	FY2
香港同业													
成实外教育集团	1565 HK	1,985.1	HKD	5.0	12/2015	15.9	41.7	52.1	13.5	NA	46.3	37.0	
枫叶教育	1317 HK	1,048.1	HKD	6.0	08/2015	44.5	50.7	62.9	16.0	23.1	20.6	16.7	
海外同业													
新东方教育集团	EDU US	8,173.8	USD	51.8	05/2016	224.9	282.0	367.2	17.3	34.1	28.9	22.0	
诺德安达教育集团（Nord Anglia Education Inc）	NORD US	2,505.4	USD	24.1	08/2016	6.8	10.1	12.5	20.1	39.4	35.6	29.7	
好未来	XRS US	7,675.4	USD	93.4	02/2016	102.9	142.5	220.0	18.3	84.2	61.3	39.7	
K12学校（K12 Inc）	LRN US	738.9	USD	18.2	06/2016	9.0	15.4	18.8	2.0	43.2	48.2	38.4	
德瑞教育集团公司（DeVry Education Group Inc）	DV US	2,106.6	USD	33.5	06/2016	178.2	166.0	179.3	5.3	12.1	12.6	11.7	
大峡谷教育公司（Grand Canyon Education, Inc）	LOPE US	3,229.3	USD	67.6	12/2016	148.5	168.0	184.8	21.5	21.3	19.5	17.9	
斯特雷耶教育（Strayer Education, Inc）	STRA US	886.0	USD	79.9	12/2016	34.8	39.8	45.5	21.0	19.7	22.2	19.6	
达内科技	TEDU US	1,070.4	USD	18.5	12/2016	36.4	58.9	70.0	16.0	30.3	21.0	16.9	
正保远程教育	DL US	331.6	USD	10.1	09/2016	26.3	28.6	28.8	38.7	11.0	12.4	12.6	
海外教育公司（Overseas Education Ltd）	OEL SP	110.5	SGD	0.4	12/2015	3.6	5.5	5.5	3.4	30.4	19.3	19.3	
平均										31.7	29.0	23.5	

資料來源：彭博

圖 52：港股同業可比

香港同業 (教育行業)	睿見教育	楓葉教育	成實外教育
經營數據	FY16	FY16	1H16
學校數量	6	46	6
學生人數	31,788	19,334	32,507
每人每年平均學費 (人民幣)	17,306	39,240	30,302
學校利用率	95.9%	64.4%	NA
教師人數	1,960	1,814	2,012
師生比	1:16	1:11	1:16
財務數據	FY2016	FY2016	1H16
收入 (千元人民幣)	700,741	829,770	438,542
調整後淨利潤 (千元人民幣)	185,775	303,720	162,973
毛利率	47.1%	48.4%	52.0%
調整後淨利率	26.5%	36.6%	37.1%
權益收益率	18.6%	16.0%	13.5%

資料來源：彭博，各公司財報，招銀國際研究

免責聲明及披露

分析員聲明

負責撰寫本報告的全部或部分內容之分析員，就本報告所提及的證券及其發行人做出以下聲明：（1）發表於本報告的觀點準確地反映有關於他們個人對所提及的證券及其發行人的觀點；（2）他們的薪酬在過往、現在和將來與發表在報告上的觀點並無直接或間接關係。

此外，分析員確認，無論是他們本人還是他們的關聯人士（按香港證券及期貨事務監察委員會操作守則的相關定義）（1）並沒有在發表研究報告 30 日前處置或買賣該等證券；（2）不會在發表報告 3 個工作日內處置或買賣本報告中提及的該等證券；（3）沒有在有關香港上市公司內任職高級人員；（4）並沒有持有有關證券的任何權益。

招銀證券投資評級

買入	: 股價於未來 12 個月的潛在漲幅超過 15%
持有	: 股價於未來 12 個月的潛在變幅在-10%至+15%之間
賣出	: 股價於未來 12 個月的潛在跌幅超過 10%
未評級	: 招銀國際並未給予投資評級

招銀國際證券有限公司

地址: 香港中環夏慤道 12 號美國銀行中心 18 樓 1803-04 室 電話: (852) 3900 0888 傳真: (852) 3900 0800

招銀國際證券有限公司(“招銀證券”)為招銀國際金融有限公司之全資附屬公司(招銀國際金融有限公司為招商銀行之全資附屬公司)

重要披露

本報告內所提及的任何投資都可能涉及相當大的風險。報告所載數據可能不適合所有投資者。招銀證券不提供任何針對個人的投資建議。本報告沒有把任何人的投資目標、財務狀況和特殊需求考慮進去。而過去表現亦不代表未來的表現，實際情況可能和報告中所載的大不相同。本報告中所提及的投資價值或回報存在不確定性及難以保證，並可能會受目標資產表現以及其他市場因素影響。招銀證券建議投資者應該獨立評估投資和策略，並鼓勵投資者諮詢專業財務顧問以便作出投資決定。

本報告包含的任何信息由招銀證券編寫，僅為本公司及其關聯機構的特定客戶和其他專業人士提供的參考數據。報告中的信息或所表達的意見皆不可作為或被視為證券出售要約或證券買賣的邀請，亦不構成任何投資、法律、會計或稅務方面的最終操作建議，本公司及其雇員不就報告中的內容對最終操作建議作出任何擔保。我們不對因依賴本報告所載資料採取任何行動而引致之任何直接或間接的錯誤、疏忽、違約、不謹慎或各類損失或損害承擔任何的法律責任。任何使用本報告信息所作的投資決定完全由投資者自己承擔風險。

本報告基於我們認為可靠且已經公開的信息，我們力求但不擔保這些信息的準確性、有效性和完整性。本報告中的資料、意見、預測均反映報告初次公開發布時的判斷，可能會隨時調整，且不承諾作出任何相關變更的通知。本公司可發布其它與本報告所載資料及/或結論不一致的報告。這些報告均反映報告編寫時不同的假設、觀點及分析方法。客戶應該小心注意本報告中所提及的前瞻性預測和實際情況可能有顯著區別，唯我們已合理、謹慎地確保預測所用的假設基礎是公平、合理。招銀證券可能採取與報告中建議及/或觀點不一致的立場或投資決定。

本公司或其附屬關聯機構可能持有報告中提到的公司所發行的證券頭寸並不時自行及/或代表其客戶進行交易或持有該等證券的權益，還可能與這些公司具有其他相關業務聯繫。因此，投資者應注意本報告可能存在的客觀性及利益衝突的情況，本公司將不會承擔任何責任。本報告版權僅為本公司所有，任何機構或個人於未經本公司書面授權的情況下，不得以任何形式翻版、複製、轉售、轉發及或向特定讀者以外的人士傳閱，否則有可能觸犯相關證券法規。

如需索取更多有關證券的信息，請與我們聯絡。

對於接收此份報告的英國投資者

本報告僅提供給符合(I)2000 年英國不時修訂之金融服務及市場法令 2005 年(金融推廣)令(“金融服務令”)第 19(5) 條之人士及(II) 屬金融服務令第 49(2) (a) 至(d) 條(高淨值公司或非公司社團等)之機構人士，未經招銀證券書面授權不得提供給其他任何人。

對於接收此份報告的美國投資者

本報告僅提供給美國 1934 年證券交易法規則 15a-6 定義的“主要機構投資者”，不得提供給其他任何個人。接收本報告之行為即表明同意接受協議不得將本報告分發或提供給任何其他人士。

注釋：招銀國際證券（或相關實體）在過去 12 個月之內為睿見(6068 HK) 提供過上市服務，煩請知悉。